

中性（维持）

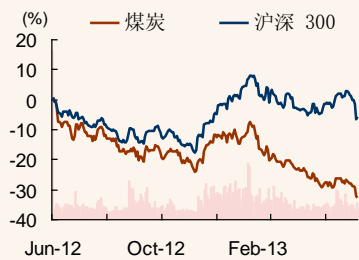
行业供需压力仍大，等待补库存反弹

2013年7月26日

煤炭投资机会分析

上证指数	2021	
行业规模		占比%
股票家数（只）	38	1.8
总市值（亿元）	8532	3.9
流通市值（亿元）	7259	4.2

行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	-1.2	-8.9	-32.8
相对表现	-5.3	-27.3	-32.9



资料来源：港澳资讯、招商证券

相关报告

- 1、《供求数据与现实背离，去库存因素弥补增速差—煤炭产业链系列报告之一》2013/5/26
- 2、《库存的魔力—煤炭产业链系列报告之二》2013/6/1
- 3、《煤炭行业2013年中期投资策略—关注补库存的小周期反弹》2013/6/9

卢平

010-57601856
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

张顺

010-57601857 zhangshun@cmschina.com.cn
S1090512050001

GDP 低于 8%，煤炭行业供过于求。行业走出低谷需要削峰填谷。削峰之道：短期去产量，长期去产能。去产量只有托底效应，而不能让行业价格趋势上升。去产能时间较长，至少需要 3-5 年的时间。填谷之道：短期补库存，长期提 GDP。去库彻底后，在市场信心恢复的带动下，下游短期急补库存，可以把煤炭的需求提高 3-4 个百分点，造成煤炭短期供不应求，煤价上涨。在稳增长调结构的大背景下，GDP 难以大幅提升。短期仅能看到去产量之后补库带来的投资机会。

- **GDP 低于 8%，煤炭行业供过于求。**煤炭行业固定资产投资较大，在建产能较多，根据目前数据，十二五期间将有 16 亿吨左右的产能释放（其中：17 亿吨新增产能，淘汰约 1 亿吨产能），换算为年度产量复合增速大约 7.5% 左右。煤炭消费弹性是跳跃的，在 GDP 增速 8.5% 以上，煤炭消费的弹性系数 1 左右，在 GDP 增速 8% 以下，煤炭消费弹性只有 0.5。从目前情况来看，市场一致预期 GDP 增速大约在 7.5-8% 之间，也就是说目前煤炭消费增速只有 4% 左右，年度 7.5% 的煤炭供给增速对应 4% 左右的煤炭消费增速，煤炭供过于求。
 - **煤炭走出低谷的解决之道：削峰填谷：**煤炭供过于求既成定局，解决之道无非是把较高的供给增速降下来，或者把较低的消费增速拉起来，即削峰填谷。
 - **削峰之道：短期去产量，长期去产能。**短期来看，主要是去产量，即煤矿大量停产，可以稳住价格不再大幅下跌，但也只有托底效应，而不能让行业价格趋势上升。长期去产能。去产能时间一般比较长，任何一个行业去产能至少需要 3-5 年的时间，就目前来说，短期应该看不到去产能后的机会。
 - **填谷之道：短期补库存，长期提 GDP。**短期主要是补库存，去库彻底之后，在市场信心有所恢复的带动下，下游大规模的短期急补库存，可以把煤炭的需求提高 3-4 个百分点，造成煤炭短期供不应求，煤价上涨。长期提 GDP，但在目前转型的大背景下，看不到 GDP 提升到 8.5% 以上的可能性。
- 上述四种情形，目前仅能看到短期去产量之后补库带来的投资机会。
- **风险提示：宏观经济下滑幅度超预期行。**

重点公司主要财务指标

	股价	12EPS	13EPS	14EPS	13PE	14PE	PB	评级
永泰能源	6.3	0.57	0.60	0.62	10.5	10.2	1.3	强烈推荐-A
通宝能源	6.08	0.39	0.60	0.62	10.1	9.8	1.9	强烈推荐-A
大有能源	9.06	0.75	0.96	0.97	9.4	9.4	1.0	审慎推荐-B
中国神华	16.24	2.40	2.30	2.48	7.1	6.5	1.2	审慎推荐-A
神火股份	4.64	0.11	0.40	0.51	11.6	9.1	1.2	审慎推荐-B

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、GDP 低于 8%，煤炭行业供过于求.....	3
1、未来几年煤炭产量潜在增速大约 7.5%.....	3
2、GDP 低于 8%，煤炭消费弹性 0.5.....	4
3、GDP 低于 8%，煤炭供过于求.....	4
二、行业走出低谷的解决之道：削峰填谷.....	6
1、削峰之道：短期去产量，长期去产能.....	6
短期去产量.....	6
长期去产能.....	7
2、填谷之道：短期补库存，长期提 GDP.....	8
短期补库存.....	8
长期提 GDP.....	8
3、目前仅能看到去产量之后补库带来的投资机会.....	8

图表目录

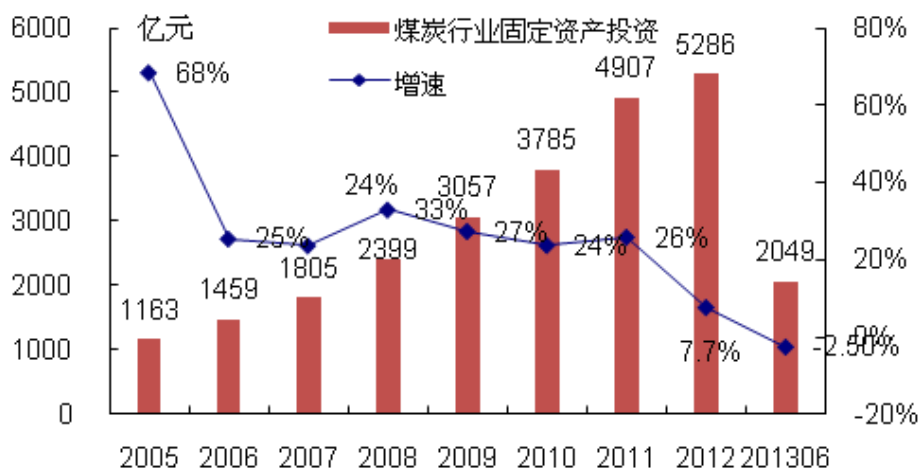
图 1：煤炭行业固定资产投资增速较高.....	3
图 2：煤炭年度新增产能较大.....	3
图 3：未来煤炭产能增速预计在 7.5%左右.....	4
图 4：煤炭消费增速对 gdp 弹性分区间跳跃.....	4
图 5：煤炭潜在产量增速远超煤炭消费增速.....	5
图 6：13 年来煤炭产量持续负增长.....	6
图 7：煤炭产量负增长导致坑口煤价先于港口煤价止跌.....	7
图 8：煤炭行业历史 PEBand	9
图 9：煤炭行业历史 PBBand	9
表 1：大量在建产能将在未来释放.....	3
表 2：煤炭总供给量负增长 2.5%.....	6
表 3：煤炭在建产能较大.....	7
表 4：十二五新增产能远远大于淘汰产能.....	7
表 5：煤炭上市公司估值比较.....	9

一、GDP 低于 8%，煤炭行业供过于求

1、未来几年煤炭产量潜在增速大约 7.5%

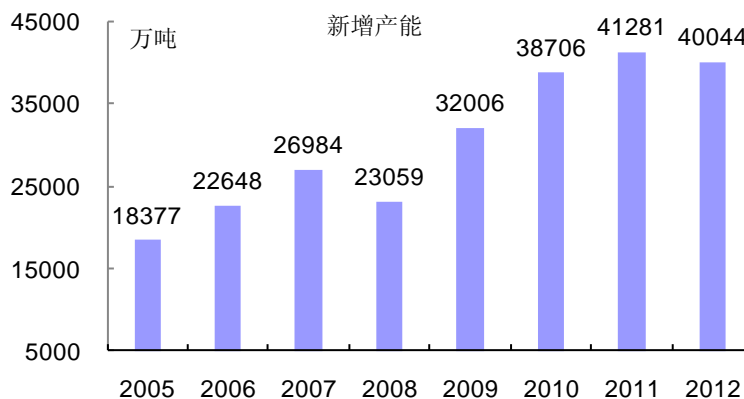
煤炭行业固定资产投资较大，在建产能较多，据目前数据，十二五期间将有 16 亿吨左右的产能释放（其中：17 亿吨新增产能，淘汰约 1 亿吨产能），换算为年度产量复合增速大约 7.5%。

图 1：煤炭行业固定资产投资增速较高



资料来源：国家统计局、招商证券

图 2：煤炭年度新增产能较大



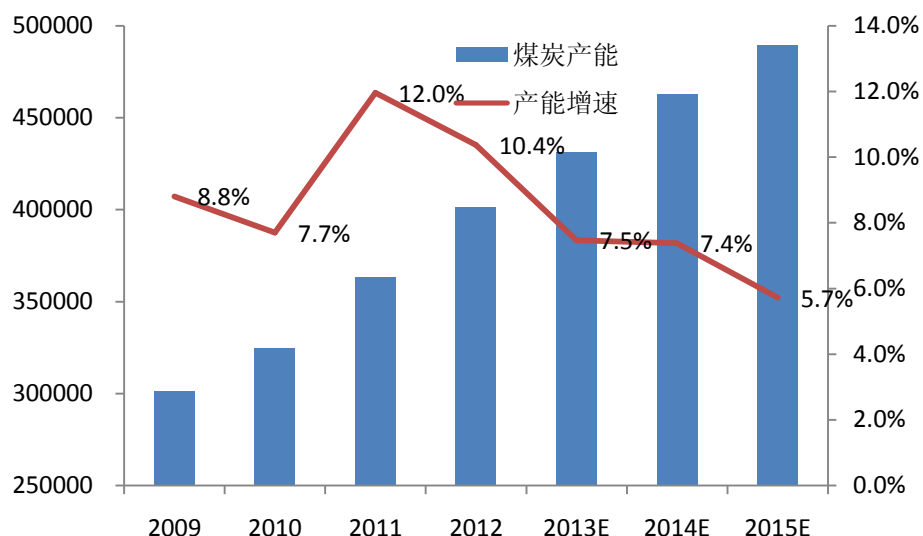
资料来源：国家统计局、招商证券

表 1：大量在建产能将在未来释放

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
建设规模 (万吨)	85001	110709	136745	102845	119584	179019	170473
本年施工规模 (万吨)	75656	95265	109746	89493	101008	137744	131377
本年新开工 (万吨)	41029	39402	43304	33978	48249	57410	60740
累计新增 (万吨)	22091	28472	34159	31589	45825	60424	59655
本年新增 (万吨)	18377	22648	26984	23059	32006	38706	41281
单位新增产能投资 (元/吨)	281.99	309	368	519	555	521	735
年底建设规模 (万吨)	66624	88060	109761	79786	87578	140313	129192
单位建设规模 (元/吨)	416	487	444	736	999	910	1154

资料来源：国家统计局、招商证券

图 3: 未来煤炭产能增速预计在 7.5%左右



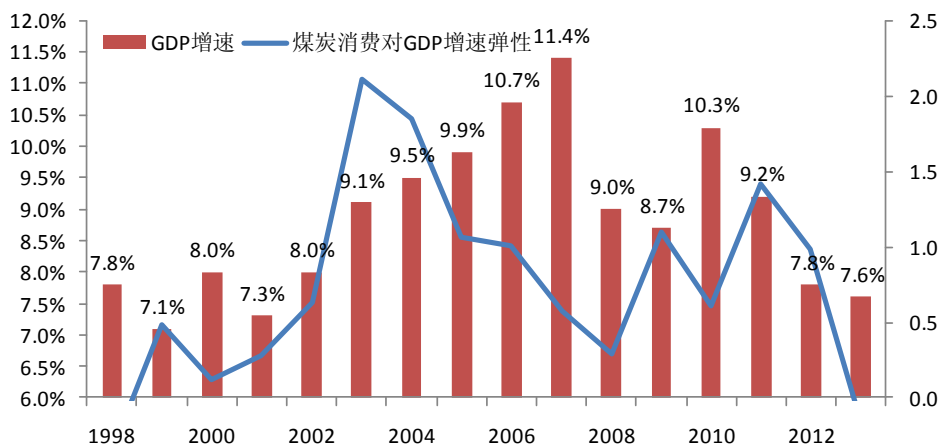
资料来源: 国家统计局、招商证券

2、GDP 低于 8%，煤炭消费弹性 0.5

煤炭消费弹性分区间跳跃，GDP 增速 8%以下，煤炭消费弹性 0.5，GDP 增速 8.5%以上，煤炭消费弹性 1。

目前 GDP 增速共识 7.5-8%，煤炭消费增速预计在 4%以下。

图 4: 煤炭消费增速对 gdp 弹性分区间跳跃

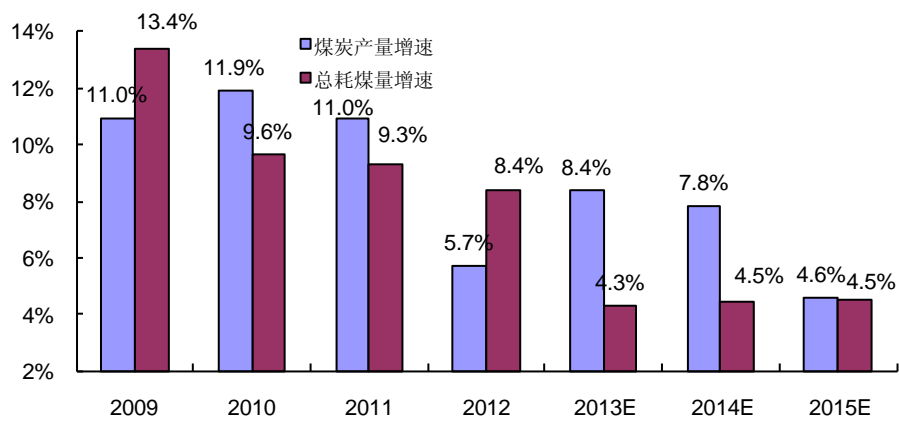


资料来源: 国家统计局、招商证券

3、GDP 低于 8%，煤炭供过于求

2013 年度煤炭潜在供给增速为 7.5%，超过 4%左右的煤炭消费增速，煤炭供过于求压力一直存在。

图 5: 煤炭潜在产量增速远超煤炭消费增速



资料来源: 国家统计局、招商证券

二、行业走出低谷的解决之道：削峰填谷

煤炭供过于求既成定局，那么有哪些可能的解决之道呢？无非是即把较高的供给增速降下来，或者把较低的消费增速拉起来，即削峰填谷。

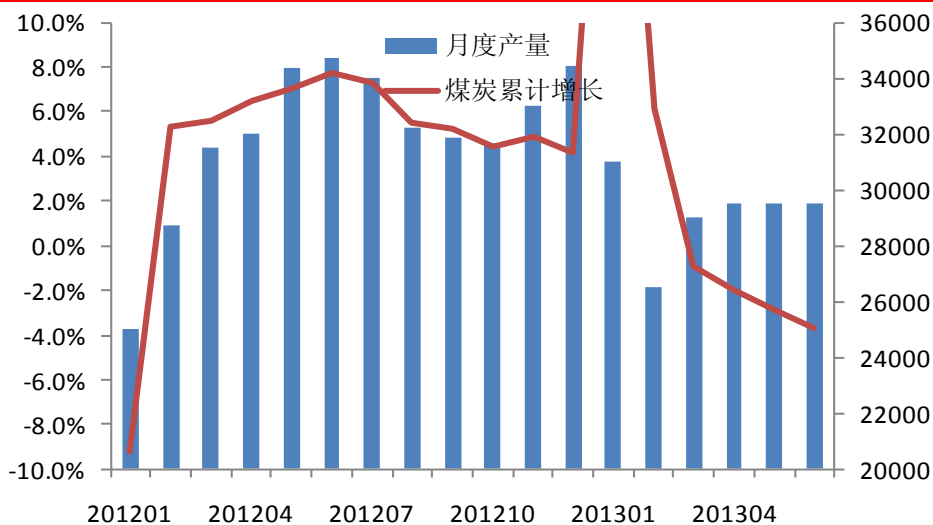
1、削峰之道：短期去产量，长期去产能

短期去产量

短期来看，主要是去产量，即煤矿大量停产，可以稳住价格不再大幅下跌，但也只有托底效应，而不能让行业价格趋势上升。

- 2013年1-6月，煤炭产量17.9亿吨，同比增长-3.7%，其中内蒙煤炭产量降幅最大，达到-12.4%，
- 2013年1-6月，煤炭进口1.58亿吨，同比增长13%，
- 2013年1-6月，煤炭总供给量19.5亿吨，同比增长-2.5%。

图6：13年来煤炭产量持续负增长



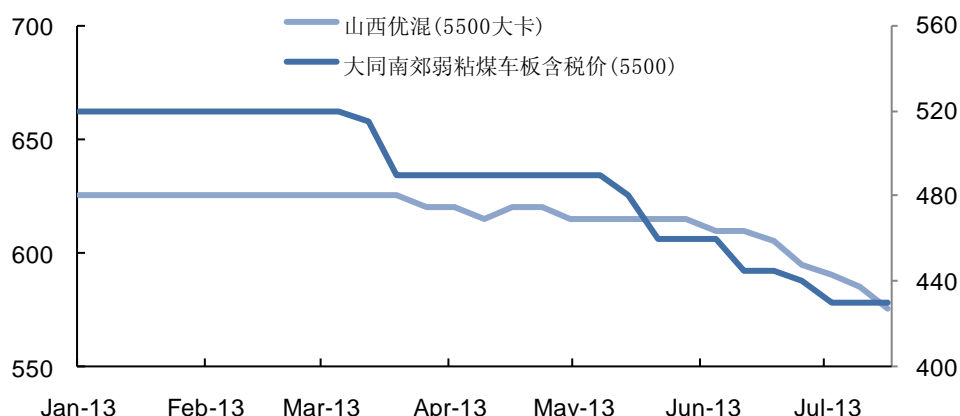
资料来源：国家统计局、招商证券

表2：煤炭总供给量负增长2.5%

单位：万吨	29500	179000	-6.40%	-3.70%
山西产量	8703	46861	1.10%	1.00%
内蒙产量	6694	45312	-24.20%	-12.40%
陕西产量	4630	22370	-3.10%	4.60%
三西煤炭产量合计	20027	114544	2.60%	-2.50%
三西煤炭占比	68%	64%		
煤炭进口量	2231	15800	-17.90%	13.00%
煤炭总供给量	31731	194800	-7.30%	-2.50%

资料来源：国家统计局、招商证券

图 7: 煤炭产量负增长导致坑口煤价先于港口煤价止跌



资料来源: 国家统计局、招商证券

长期去产能

去产能时间一般比较长, 任何一个行业去产能至少需要 3-5 年的时间:

- ▶ 十一五期间, 共关闭小煤矿 9574 处, 淘汰落后产能 5.3 亿吨, 其中, 内蒙古、山西、北京、江苏等省(市、区)小煤矿已全部退出, “十二五”期间不再下达计划;
- ▶ 十二五期间, 计划关闭淘汰落后产能 9718 万吨, 2917 处小煤矿退出市场。

但是, 十二五期间新建产能较大, 11 年统计局公布煤炭投产 41281 万吨, 11 年底在建规模 129192 万吨, 假设 11 年底在建煤矿于十二五期间全部投产, 则十二五期间投产煤炭规模将达到 170473 万吨。扣掉关闭淘汰产能约 1 亿吨, 十二五期间仍将新增 16 亿吨左右的煤炭产能。

表 3: 煤炭在建产能较大

单位: 万吨	2006	2007	2008	2009	2010	2011
建设规模	110709	136745	102845	119584	179019	170473
本年施工规模	95265	109746	89493	101008	137744	131377
本年新开工	39402	43304	33978	48249	57410	60740
累计新增	28472	34159	31589	45825	60424	59655
本年新增	22648	26984	23059	32006	38706	41281
年底建设规模	88060	109761	79786	87578	140313	129192

资料来源: 国家统计局、招商证券

表 4: 十二五新增产能远远大于淘汰产能

	关闭煤矿数(个)	淘汰产能(万吨)	新建产能(万吨)	产能增加(万吨)
十一五	9574	53000	143403	90403
十二五计划	2917	9718	170473	160755

资料来源: 国家统计局、招商证券

十二五期间, 大量在建产能等待释放。除非减缓投资, 推迟产能释放, 另外继续加大淘汰力度(不过小煤矿较多的山西、内蒙在十一五期间已经淘汰完毕, 未来可淘汰小煤矿产能较少了), 才有可能将未来产能释放的压力缓解。

就目前来说, 短期应该看不到去产能后的机会。

2、填谷之道：短期补库存，长期提 GDP

短期补库存

去库彻底之后，在市场信心有所恢复的带动下，下游大规模的短期急补库存，可以把煤炭的需求提高 3-4 个百分点，造成煤炭短期供不应求，煤价上涨（中期策略报告有详细的分析，参见《煤炭行业 2013 年中期投资策略—关注补库存的小周期反弹》2013/6/9）。

长期取决于 GDP 增速提升

在目前转型的大背景下，看不到 GDP 提升到 8.5%以上的可能性，煤炭的需求增速也难以快速回升。

3、目前仅能看到去产量之后补库带来的投资机会

综上四种情形，投资机会判断：

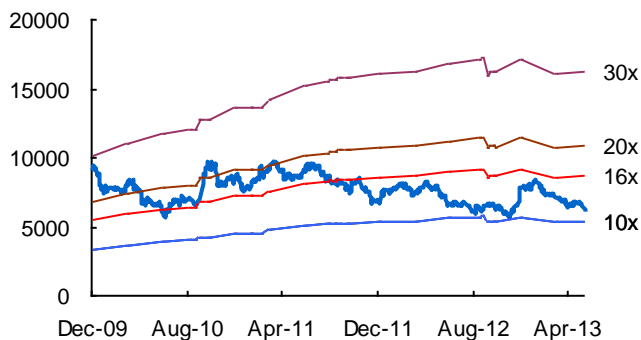
- 长期来看，经济持续放缓的背景下，煤炭行业供需形势的改善主要取决于去产能进程；
- 目前来看，能看到去产量之后补库带来的投资机会，及补库存的小周期反弹（参见《煤炭行业 2013 年中期投资策略—关注补库存的小周期反弹》2013/6/9）。

表 5: 煤炭上市公司估值比较

	股价	EPS (元)			P/E (x)			每股净资产	P/B
		12A	13E	14E	12A	13E	14E		
炼焦煤									
西山煤电	7.87	0.57	0.35	0.32	13.7	22.5	24.6	5.1	1.6
盘江股份	8.96	0.84	0.51	0.57	10.7	17.6	15.7	4.7	1.9
冀中能源	8.68	0.89	0.65	0.83	9.7	13.4	10.5	6.8	1.3
永泰能源	6.30	0.57	0.60	0.62	11.1	10.5	10.2	5.0	1.3
平均	7.42	0.67	0.49	0.54	11.1	15.1	13.8	5.3	1.4
喷吹煤									
阳泉煤业	8.84	0.95	0.61	0.69	9.3	14.5	12.8	5.8	1.5
潞安环能	11.77	1.12	0.80	0.70	10.5	14.7	16.8	7.4	1.6
平均	10.31	1.04	0.71	0.70	10.0	14.6	14.8	6.6	1.6
动力煤									
中国神华	16.24	2.40	2.30	2.48	6.8	7.1	6.5	13.3	1.2
中煤能源	4.97	0.70	0.42	0.41	7.1	11.8	12.1	6.7	0.7
国投新集	7.55	0.71	0.41	0.51	10.6	18.4	14.8	4.8	1.6
兖州煤业	10.26	1.12	0.34	0.37	9.1	30.2	27.7	9.2	1.1
山煤国际	11.62	0.85	0.65	0.65	13.6	17.9	17.9	8.4	1.4
平庄能源	5.34	0.58	0.49	0.54	9.2	10.9	9.9	3.3	1.6
恒源煤电	7.71	0.94	0.40	0.40	8.2	19.3	19.3	7.0	1.1
大同煤业	6.31	0.11	0.12	0.13	56.8	51.2	48.3	5.5	1.2
昊华能源	8.06	0.75	0.59	0.62	10.7	13.6	13.0	5.8	1.4
大有能源	9.06	0.75	0.96	0.97	12.1	9.4	9.4	8.9	1.0
通宝能源	6.08	0.39	0.60	0.62	15.6	10.1	9.8	3.2	1.9
平均	8.7	0.9	0.7	0.7	9.8	13.0	12.3	7.3	1.2
一体化									
神火股份	4.64	0.11	0.40	0.51	43.8	11.6	9.1	3.9	1.2
兰花科创	12.67	1.67	0.92	0.75	7.6	13.8	16.9	8.8	1.4
开滦股份	5.89	0.40	0.25	0.21	14.7	24	28	5.6	1.1
煤气化	7.52	-0.39	-0.30	-0.30	-19.2	-25.1	-25.1	5.1	1.5
平均	7.68	0.45	0.32	0.29	17.2	24.2	26.3	6.1	1.2
总平均	8.36	0.77	0.56	0.59	10.9	14.8	14.2	6.5	1.3
中值	7.9	0.75	0.49	0.54	10.5	16.1	14.6	5.8	1.3

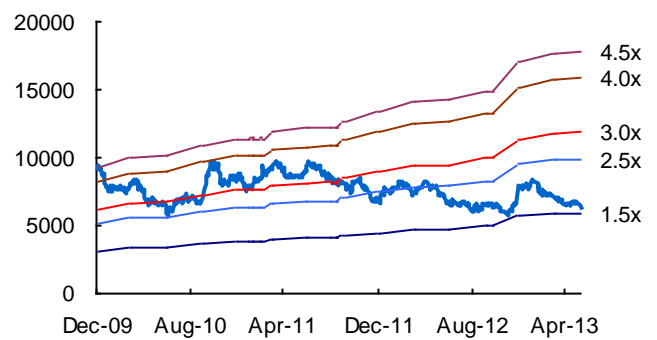
资料来源: wind、招商证券

图 8: 煤炭行业历史PEBand



资料来源: 港澳资讯、招商证券

图 9: 煤炭行业历史PBBand



资料来源: 港澳资讯、招商证券

参考报告:

- 1、《煤炭行业 2012 年中期投资策略—调整后的投资契机》 2012/06/24
- 2、《理解了如何去库存，就把握了煤炭股走势》 2012/6/25
- 3、《动力煤底部、冶金煤继续寻底》 2012/8/23
- 4、《煤炭行业中报综述：行业盈利能力下滑，下半年业绩压力更大》 2012/9/6
- 5、《煤炭行业四季度投资策略—底部再平衡》 2012/9/28
- 6、《煤炭行业 2013 年投资策略—平淡中的契机》 2012/12/10
- 7、《煤炭行业 2013 年一季度投资策略—煤价趋势向上，偏好冶金煤股票》 2013/1/20
- 8、《经济依然较弱，静待政策变化—13 年二季度投资策略》 2013/4/18
- 9、《供求数据与现实背离，去库存因素弥补增速差—煤炭产业链系列报告之一》 2013/5/26
- 10、《库存的魔力—煤炭产业链系列报告之二》 2013/6/1
- 11、《煤炭行业 2013 年中期投资策略—关注补库存的小周期反弹》 2013/6/9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。会计从业 5 年，证券从业 11 年。

张顺：毕业于南开大学，经济学硕士。证券从业 5 年。

招商煤炭研究小组荣誉：荣获 2007~2012 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师，2012 年第一名；2010~2012 年度煤炭开采行业最佳分析师“金牛奖”，2012 年第一名；2008~2012 年度煤炭开采行业最佳分析师“水晶球奖”，2012 年第一名；2012 年第一财经煤炭开采行业最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。